



REGARDS SUR LA GRECE

29 juin 2015

Lors de la publication de la « *Stratégie d'allocation d'actifs* » du mois de mai, nous avons mis en exergue l'importance du risque d'un referendum en Grèce. Nous ne pensions cependant pas qu'il s'annoncerait dans des conditions aussi dégradées tant l'antagonisme entre les créanciers et l'administration grecque semble avoir atteint son paroxysme. Face à tant d'incertitudes, nous voudrions ici développer quelques points autour des événements qui pourraient façonner les prochaines journées.

Le referendum pourrait-il ne pas avoir lieu ? *Pas impossible, mais peu probable*

Suite à l'échec des négociations, les deux parties ont exprimé une frustration de ne pas avoir pu les poursuivre. Ainsi, les créanciers ont publié un projet pour la Grèce moins sévère que celui qui était initialement discuté. Par ailleurs, les Européens ont bien peu développé la promesse faite en 2012 de réduire une partie de la dette grecque si la Grèce respectait ses engagements. Afin d'éviter de courir « le risque du pire », nous pourrions assister à des revirements de dernière minute mais indéniablement, la situation de rupture entre les deux parties rend peu probable une telle évolution. En effet, une fois l'annonce faite, il semble très difficile pour l'administration Tsipras de faire demi-tour.

La Banque Centrale Européenne (BCE) peut-elle fermer le programme ELA¹ avant le referendum ?

Très peu probable

La fermeture des banques grecques jusqu'au 7 juillet et les retraits limités à 60 € par jour endiguent le phénomène de sortie de capitaux. Le risque de catastrophe avant le referendum paraît donc faible.

Le referendum : peut-être, mais lequel ?

A l'heure où nous écrivons, le texte sur lequel les Grecs auront à se prononcer n'est toujours pas connu. Le gouvernement grec assure qu'il ne s'agit pas de se prononcer sur l'appartenance à la zone Euro mais sur le « diktat » des créanciers, sachant que leur offre n'est de toute façon plus d'actualité.

Il est impossible de pouvoir se prononcer sur l'issue du vote, sachant que la précipitation rend le débat nécessairement sommaire, le risque étant la mauvaise perception par les électeurs des véritables enjeux de ce scrutin. Si les sondages montrent que les Grecs restent très attachés à l'euro, ils ne permettent toutefois pas de préjuger du résultat.

Quels seront les impacts selon les résultats ?

Une victoire du « oui » se traduirait par un désaveu pour le gouvernement et impliquerait sans aucun doute une dissolution, de nouvelles élections, la constitution d'un nouveau gouvernement... soit une démarche suffisamment longue pour que la Grèce soit dans l'incapacité de respecter de nombreuses échéances.

¹ ELA : Fonds de liquidités d'urgence mis en place par la BCE.



Il est toutefois hautement probable que les créanciers organiseraient une assistance d'urgence pour que la transition politique se déroule sans catastrophe financière.

Une victoire du « non » ne signifierait pas obligatoirement une sortie de la Grèce de la zone Euro.

Premièrement parce qu'il n'existe aucun texte prévoyant ce cas de figure, impliquant donc des négociations longues et complexes, à l'issue incertaine.

Deuxièmement, parce que le chaos économique et financier dans lequel se trouverait alors le pays pourrait rapidement se traduire par une chute du gouvernement et de nouvelles élections.

Toutefois, il demeure très difficile de voir comment la Grèce pourrait durablement rester au sein de la zone Euro sans changement politique rapide après le referendum. En effet, la BCE cesserait rapidement l'ELA, mettant le système financier grec à l'arrêt. On assisterait aussitôt à la naissance de monnaies parallèles (IOU² dans un premier temps), ce qui constitue le plus souvent le point de départ d'un changement de devise.

La BCE en première ligne

Lors de son communiqué dimanche, la BCE a pris soin de rappeler qu'elle veillait tout particulièrement sur la situation des marchés financiers et il ne fait aucun doute que la banque centrale se tient prête à intervenir sur les marchés, notamment pour rassurer les investisseurs. En effet, depuis le « *whatever it takes* » de Mr Draghi, l'action de la BCE a consisté pour l'essentiel à rassurer les marchés et à comprimer le plus possible les taux européens. La BCE ne laissera donc pas des turbulences financières remettre en cause la reprise européenne qui s'amorce.

Quel impact sur les marchés ?

La réaction des marchés est relativement mesurée ce matin, les bourses européennes ne rejoignant pas les plus bas atteint courant juin. L'impact sur les autres bourses demeure bien plus mesuré, le contrat future sur le S&P500 affichant un repli de 1%⁴. En revanche, les spreads des obligations périphériques reviennent aux niveaux les plus larges observés cette année. Ainsi, le spread BTP-Bund³ revient à 152 bp⁴, soit le niveau le plus écarté cette année, déjà atteint le 15 juin dernier. L'indice CDS composite⁵ sur le High yield⁶ européen, le *Crossover*, se tend également, se rapprochant du niveau de spreads le plus élevé qu'il avait atteint le 17 juin. Le taux 10 ans allemand se contracte de 15 points de base⁴, un repli équivalent à celui observé sur le 10 ans américain. Enfin, on notera que la liquidité reste convenable sur les marchés obligataires, les fourchettes étant probablement un peu plus larges, mais sans excès. L'euro est en légère baisse, perdant un peu moins d'une figure contre le dollar par rapport à la clôture de vendredi soir.

Même si, comme nous l'avons vu, le pire n'est pas certain, nous prenons acte de la dégradation de la situation grecque et du risque désormais sérieux d'une sortie de la Grèce de la zone Euro. Un tel cas de figure nous amènerait alors à repenser l'ensemble des primes de risques sur les actifs européens. A ce stade, nous avons remonté la duration des pays « cœur Europe » pour un certain nombre de fonds et mandats et ne modifions pas notre sur-exposition aux actions européennes. Nous ne considérons pas la baisse sur les marchés de ce matin comme une opportunité pour accroître cette surpondération.

² IOU: Sorte de reconnaissance de dette dont les initiales signifient « I owe you » (je vous dois).

³ Le spread 10 ans BTP/ Bund correspond à l'écart du taux de rentabilité actuariel entre des emprunts d'état italien et allemand de maturité 10 ans.

⁴ Données au 29/06/2015. Source : Edmond de Rothschild Asset Management (France).

⁵ iTraxx Europe Crossover CDSI Generic 5Y

⁶ Le crédit High Yield ou haut rendement correspond aux obligations d'entreprises présentant un risque de défaut supérieur aux obligations Investment Grade (ou catégorie investissement) et offrant en contrepartie un coupon plus élevé. Leur notation est inférieure à BBB- (notation S&P).



Ce n'est pas non plus une occasion pour réduire massivement nos positions. Car, au-delà des risques, les fondamentaux des pays européens nous semblent bien orientés et les investisseurs pourront, dans les circonstances présentes, compter sur la BCE pour stabiliser la situation.

Achevé de rédiger le 29 juin 2015. Document non contractuel. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information.

Avertissement : Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette présentation reflètent le sentiment de Edmond de Rothschild Asset Management (France) et de ses filiales sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie de Edmond de Rothschild Asset Management (France). Tout investisseur potentiel est invité à se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque investissement indépendamment de Edmond de Rothschild Asset Management (France) et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle.

Edmond de Rothschild Asset Management (France) - 47, rue du Faubourg Saint-Honoré - 75401 Paris Cedex 08 - Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11 033 769 euros - Numéro d'agrément AMF GP 04000015 - 332 652 536 R.C.S. Paris - Tél : +33 (0)1 40 17 25 25 - Fax : +33 (0)1 40 17 24 42 - www.edram.fr